

〈学会報告〉

欧州企業の株式所有構造と業績

Ownership Structure and Corporate Performance in European Firms

来栖 正利*

Masatoshi Kurusu

欧州企業のコーポレート・ガバナンス問題を分析した研究報告を紹介することが本稿の目的である。取り上げた研究報告は三つの報告である：(1)スペインにおける民営化後の株式所有構造と業績との関連性を分析した研究、(2)イタリアにおける非上場企業への投資と社外取締役導入との関連性を扱った研究、そして(3)金融機関のリスク選好と業績との関係に関する国際比較を行った研究である。

キーワード：民営化、社外取締役、金融機関のリスク許容度

はじめに

携帯電話で話す人の姿を目にすることが珍しくなくなった。これは日本で見る光景のことを言っているだけではない。筆者(来栖)が学会参加目的で訪問する欧米諸国の主要都市で目にする普通の光景である(とはいえ、携帯電話に内蔵されているゲームに興じる光景は今のところ日本の「個性」と言えるかもしれない)。携帯電話が世界各国に普及している状況は世界中の日常生活が画一的になっていることを示す出来事の一つと言えるだろう。

ある目的を実現するために日常生活が少しずつ「進化」していくことは、地域特性を稀薄にし、日常生活を均質にしてしまうことを意味する。このことに今更ながら気づいたのは上述の光景がきっかけとなっている。と同時に、ある所与の明確な目的を実現するためにさまざまな努力を行うことが、最終的に日常生活の多様性や個性を奪っていくということに対して何ら疑問を感じていないことに一抹の不安を覚えてしまう。

コーポレート・ガバナンス問題が数年前と比較して声高に叫ばれなくなってしまった。これは多数の利害関係者と経営者との関係をことさら検討する必要がないほど十分認知されていることを示唆するのか。世界各地に存在する企業に関与する多様な利害関係者の行為を一律に説明できる理論が既に構築されていることを意味するのか。これは多様な慣習や規制に配慮して経営活動に従事している企業を単純に説明できることを意味するのか。

本稿の目的は欧州企業のコーポレート・ガバナンス問題を取り上げた研究報告とディスカッションと筆者のコメントを示すことである¹⁾。構成は以下の通りである。民営化後の株式所有構造と業

*流通科学大学商学部、〒651-2188 神戸市西区学園西町3-1

績との関係を分析した研究を最初に紹介する。非上場企業への投資と社外取締役導入との関連性を扱った研究報告を次にまとめる。金融機関のリスク選好と業績との関係に関する国際比較を行った研究を次に要約する。そして最後に、本稿の要約を示してむすびとする。

I. Cabeza-García and Gomez-Ansón. (2008)

1985年から2000年の間に民営化されたスペイン企業70社のサンプルを活用して、民営化後の業績改善の決定要因を探究したのはCabeza-García et al(2008)である。先行研究は国営企業の民営化が生産性と収益性の顕著な増加をもたらしたと述べた。しかしながら、これらは民営化にともなって検証された業績改善の理由を探究できる余地がある。国営企業の民営化の方法も勘案し民営化後の株式所有構造の多様性が業績に与える影響を分析した。

政府による経営支配から株式を上場させ、民間企業にする政府の目的は多様である。欧州連合への参加を意図していたスペイン政府はインフレ率、金利水準、そして失業率の低下を克服するために経済不況を打開する必要があった。国営企業の上場によって得た資金を財政再建への活用と資本市場の開放は有効な経済活性化策と期待された。これら国内需要の喚起と金融自由化は、政権交代とは無関係に、スペイン政府の明確な目標になった。

国営企業を民営化するさい、スペイン政府は第三者割当増資と公募増資とを使い分けた。民営化後の所有形態に着目すれば、スペイン政府の持ち株比率が減少する一方で、個人及び既存企業を含む財閥(families)による安定した経営支配という所有形態を生んだ(発行済株式の約1/4)。ただし、財政再建に要する資金獲得が主たる国営企業を民営化する目的であったものの、スペイン政府は金庫株(golden shares)を設け経営支配を維持し続けた。

所有形態が政府から民間に移行することは経営形態を変える可能性がある。政治コスト仮説およびエイジェンシー理論に基づけば、政府または経営陣によって支配された企業は価値最大化を指向しないリスク嫌悪に固執する行動を選好する。加えて、市場のモニタリングを活用しない国営企業(非公開)は当該企業の業績改善に寄与しない。したがって、政府による経営支配の放棄が高くなるほど、民営化後の当該企業の業績改善は顕著になる。

国営企業の民営化後、経営者および当該企業の従業員が自社株を保有するか否かという問題もまた当該企業の業績に影響を与える可能性がある。エイジェンシー理論は経営者による株式所有が民営化後の企業業績にプラスまたはマイナスの影響を与えると予測する。前者の予測は自社株保有による他の株主との利害調整機能とインセンティブ機能に着目している。後者は経営者による機会主義的行動の可能性に焦点をあてた予測である。

外部投資家の中でも、外国人投資家による株式所有は民営化後の企業の業績改善に大いに貢献する。外国人投資家による株式所有が市場を通じた経営者に対するモニタリングを強化し、それが業績改善に寄与するとエイジェンシー理論は予測する。他方、政治コスト仮説もまた外国人投資家による株式所有の増加、したがって政府による支配力の低下が当該企業への関与を下げる、したがっ

て、顕著な業績改善を期待できると予測する。

民営化後の収益性を分析した結果、業績に対してプラスで有意な影響を与えているという推定結果を得た。総資産当期純利益率や売上高当期純利益率はともにプラスの相関係数を見いだした。外国人投資家の持ち株比率と二つの収益性尺度との関連性もまたプラスで有意な相関関係を見いだした。そして、企業規模を示す代理変数である売上高と収益性とはプラスで有意な相関関係にあり、規模の経済が働くことが明らかになった。

他方、株式所有構造が民営化後の企業の効率性に影響を与えていることが明らかになった。政府による株式所有比率の増加は効率性の低下に寄与している。これは金庫株が存在している場合にも該当する。効率性を示す尺度として従業員一人当たりの売上高、従業員一人当たりの営業利益、そして従業員一人当たりの当期純利益を使用した。他方、外国人投資家の持ち株比率と効率性とはプラスで有意な相関関係であることが明らかになった。

そして最後に、民営化後の企業に対する政府の関与と従業員の動向について述べたい。金庫株による政府の支配を継続している場合と内部者による持ち株比率が相対的に高い場合、当該企業は従業員を多く雇用し、非効率的な経営を行っている。これは経営者による機会主義的行動および/または従業員による圧力に起因している可能性がある。そして、外国人投資家による持ち株比率が雇用に対してプラスの影響を与えるという発見事項を得た。

1-1. コメント-A

Josep Tribó(Universidad Carlos III de Madrid)が最初に行ったコメントは、所有形態についてである。外国人投資家による株式保有が民営化後の経営に与える影響を分析することは、公的使命を果たすことと収益性を追求するという、相反する目的に関するバランスの問題への着目を意味すると指摘した。加えて、従業員による株式保有を考慮することもまた、雇用確保と雇用を犠牲にした収益性追求という問題の提示である。

次は業績に関するコメントである。短期業績と長期業績との関連性を分析することは民営化後の企業経営の巧拙を分析する有益な課題になり得ると指摘した。そのさい、一般に、民営化後の短期業績が良好な場合、長期業績も良好になる可能性が高いという私見を述べた。これは民営化後、さまざまな経営ノウハウを蓄積する姿勢があれば、その相乗効果が良好な長期業績という形で結実するだろうという基本的な考えに依拠している。

そして最後に、所有の集中度合いに着目した国有企業から民営化に至るプロセスを分析することの有用性を指摘した。国営企業から少数大株主による経営支配の民間企業へと移行した民営化プロセスと国営企業から無数の少数株主による「大衆化」された民間企業へと移行した民営化プロセスとに大きく分けた場合、これらの民営化プロセスと業績との関連性を分析することは、スムーズな民営化の移行作業を構築するヒントを得るだろう。

1-2. コメント-B

筆者のコメントを提示したい。国営企業を民営化する目的を明確にすることは、政府の国家戦略の強化に資する。例えば、民営化後の企業に政府が関与することが非効率的であるという推定結果に基づけば、当該企業に収益性の改善を求め続けることによって、政府は、例えば、安定した配当金を得ることができるだろう。これは政府にとって新たな歳入になり得る。安定した財政政策を指向するならば、政府は財源確保の一つとして民営化を考えることができるだろう。

外国人投資家の投資目的を考慮した分析は国営企業の民営化に貢献する外国人投資家の役割を理解することに貢献する。一般に、民営化する企業の競争力が相対的に弱いと考えれば、かかる企業に外国人投資家が投資する目的として次の点を考えることができる。今後の経営展開を見越した先行投資である。国営企業を「買収」することによって、時間節約というメリットを享受し、海外進出による事業展開を図るということである。

外国人投資家が投資銀行である場合、その投資目的をさらに分けて考えることができる。一つは、投資先企業の育成と将来の株価上昇にともなう売却益獲得である。もう一つは、株式投資を通じて新市場への進出を果たし、他の国内企業に対する投資業務を拡張するということである。潤沢な資金を活用した投資業務は国内市場の開拓や国内企業の海外進出の各種サポートの獲得という事業拡大に有益だろう。

民営化された企業の数が少ないという制約条件を考慮した今後の研究テーマを提示したい。同一業種の民間企業または外国企業との比較分析は、民営化後の企業の「自立」への模索を跡づける有益な研究になるだろう。経営ノウハウの蓄積という点で絶対的に劣る元国営企業がどのように「完全民営化」を果たすべく自立するプロセスを分析することは、非公開企業に対する経営アドバイスのためのノウハウの蓄積に資するだろう。

II. Caselli et al. (2008)

プライベート・バンクおよび投資銀行が主導する未公開株およびベンチャー・キャピタル投資と社外取締役(independent director)の有無との関連性を検証したのはCaselli et al.(2008)である。先行研究の多くは当該投資のパフォーマンス分析に着目し、パフォーマンスに影響を与える要因に関心を払ってこなかった。そこで、コーポレート・ガバナンス問題の一つとして社外取締役の機能を投資先企業の業績に着目して検証することにした。

投資家の投資目的とベンチャー・キャピタルのそれとは同じである。そうであるにも関わらず、投資先企業の価値の創出を巡る投資家の利害は対立するのが一般的である。例えば、企業価値が顕在化するまでの投資家の忍耐や企業価値創造のための戦略等は投資家によって異なる。そこで、投資家の利害調整手段として投資期間中に実施される価値創造に向けた諸活動を管理およびモニタリングする必要がある。

そこで、投資先企業の動向を観察するために社外取締役が任命されることになる。しかしながら、

社外取締役の「独立性」を巡る定義付けは多様である。例えば、(1)社外取締役である人材は投資主体の支配下になく、かつ影響を与える人材でもない。(2)投資先企業と利害関係にはない(株主ではないことや取引関係にはないこと)。(3)投資先企業の役員歴がないこと。(4)投資主体の株主または取締役と利害関係にないこと等である。

社外取締役の「独立性」を巡る定義が多様であるにもかかわらず、社外取締役を任命するのが投資先企業の取締役会であることを考慮する必要がある。つまり、投資先企業が置かれた文化の違いや改正され得る規制等、あらゆる状況にも耐え得る「独立性」の定義を提示することは困難である。したがって、欧州連合では社外取締役の「独立性」の定義が不完全であり、この点を是正する必要があることを指摘するに留める。

推定結果を述べておこう。投資先企業の売上増加力や投資主体の投資期間の短縮と投資先企業の内部収益率とはプラスで有意な相関関係にあることが明らかになった。とりわけ、当該関係は投資主体が金融機関でない場合の方がより強い相関関係を見いだした。株式市場の年間リターンは投資先企業の内部収益率に影響を与えなかった。つまり、社外取締役の存在は投資先企業の業績にプラスの影響を与えている。

他方、投資前と投資期間中における社外取締役の人数が多ければ多いほど、社外取締役の独立性が損なわれている可能性がある。社外取締役の人数と投資先企業の内部収益率とがマイナスの相関関係になれば、社外取締役は投資先企業の価値創出とは異なる利害を持っている可能性があると解釈できる。そして投資先企業の取締役会に社外取締役がいないことが投資先企業の内部収益率に影響を与えない理由を探究できる余地がある。

II-1. コメント-A

Laura Cabeza-García (University of Leon)がコメントを行った。そのさい、イタリアの企業が同族経営による支配形態が主流であることを踏まえたコメントを行った。同族経営の非公開企業が「外部資金」の導入をなぜ受け入れたのか。社会的評判や信用力が相対的に乏しいこれらの企業が当座資金の確保を優先させたのか、または将来の上場を見込んで信用や評判の獲得を意図したのかを検討することは興味深い課題になる。

他方、未公開企業に投資する目的と独立した取締役の導入との関連性を検討することは独立した取締役の役割を明らかにすることに有用である。例えば、経営支配権の確保を投資目的とすれば、独立した取締役を必ずしも「独立」した取締役である必要がないと思われる。議決権の行使によって企業経営に影響を与えることができる限り、非公開企業であることも勘案すれば、取締役が独立しているか否かは無関連になるだろう。

なお、投資目的が未公開企業を上場させ、当該株式の売却益を稼得することにあれば、独立した取締役を派遣することは、将来の株式上場を見込んだ株式市場への「言い訳」の役割を果たすだろう。これは透明性が乏しい非公開企業に対して、「第三者の目」によるモニタリングが機能してい

ることを宣伝できるということである。加えて、投資主体が(おそらく)選出した独立した取締役の派遣は業績向上を短期間で実現するための条件になる。

II-2. コメント-B

筆者のコメントを提示したい。投資先企業の所有形態を考慮することは経営支配権を譲渡するリスク許容度を評価する実証研究のテーマとなるだろう。投資先企業がなぜファンド資金の活用を選好したのだろうか。他方、活用資金を選択するさい同族支配であることが関係するのか否か。一般に、同族経営の企業は、経営支配権の譲渡を嫌悪する傾向がある。外部資金導入の決定要因を経営形態の違いを考慮して分析することは、新たな含意を見いだす可能性を高めるだろう。

外部資金導入を巡る投資先企業の別の事情も考慮することで、投資主体の投資目的を特定することができるだろう。つまり、投資主体が抛出する資金が再生型ファンドなのか、それとも育成型ファンドなのかということである。もし前者の属性をもつファンドであれば、投資主体は将来が有望な業績が低迷している企業を投資対象にする可能性がある。もしそうならば、当該企業が再生するまでに要する時間は相対的に短期間になるだろう。

他方、育成型ファンドを活用して投資先企業を支援するのであれば、投資期間が長期間に及ぶ可能性が高いものの、投資先企業が従事する業界育成に果たす役割が高くなる。投資目的が企業価値創出であるという点で投資家の利害が一致すると考えられるものの、具体的な目的を特定することが困難であるというCaselli et al.の指摘は、ファンドの属性を細分類することで、さらに緻密な研究が可能になることを示唆していると思われる。

社外取締役の出身または身分を加味することは投資家の利害を早期に満たす可能性がある。社外取締役の出身が投資主体である投資銀行出身の派遣役員である場合、投資先企業は投資資金に加えて経営のノウハウも活用することができる。これは投資先企業の業績改善を早めるばかりではなく、他の投資家の利害もより早期に満たすだろう。これは社外取締役の独立性を損なう可能性がある一方で、投資家の利害対立の緩和に資するだろう。

内部収益率の業界平均値と投資先企業のそれとの差額を業績尺度(従属変数)として使用することは、社外取締役の役割をさらに特定化するリサーチ・デザインの構築に資するだろう。一般に、業績尺度として使用されるのは株価(株価収益率)や収益性を示す各種尺度である(株主資本当期純利益率や総資産当期純利益率等)。業界との差額に着目した相対評価による業績評価は、投資先企業の成長性も加味することになると思われる。

III. Magalhaes et al. (2008)

商業銀行の株式所有の程度が当該銀行のリスク選好と業績との関連性を、パネル・データを活用して、比較分析したのはMagalhaes et al.(2008)である。金融機関がリスク嫌悪でありすぎることは経済成長を妨げる要因となり得る。他方、リスク選好でありすぎることは経済安定にとって脅威と

なる。ここに、経済成長とその安定を担う金融機関のリスク負担に対する姿勢と業績に影響を与えるための規制を設けることが正当化される。

金融機関の行動を制限する規制の存在は金融機関に対するガバナンスを非金融機関に対するそれとは異なったものにする可能性がある。この金融機関のガバナンスの意味は明確ではない。そこで、金融機関の所有構造が金融機関のリスク選好と業績に与える影響を分析し、当該論争解決に資する含意の提供を試みることにした。当該課題を2000年から2005年までの48カ国の商業銀行818行から収集した1,830行/年のサンプルを使用し解決する。

有限責任制度の保護下にある株主がより多くのリスク負担を選好するというリスク移転仮説に基づけば、経営者が株主の利害に沿った行動を選好すれば、経営者は、リスクの高いプロジェクトを選択することによって、株主の富の最大化を指向する。つまり、経営者の利害を株主のそれに調整するメカニズムがない時、経営者はリスク嫌悪になる。ただし、経営者による自社株保有は他の株主を犠牲にした機会主義的行動を招く可能性を高める。

大株主による集中支配は経営者のモニタリング手段として有効であり得るものの、少数株主の利害を損なう可能性もある。少数の大株主による過度な経営者のモニタリングは少数株主の利害を犠牲にするとともに個別投資を行う経営者のインセンティブを弱め企業価値を損なう可能性がある。これは、少数株主保護法制を導入する意義があると同時に、株式所有の集中と金融機関の業績とが非線形関係になり得ることを示唆する。

経営者に過度なリスク負担を求め、株主の利害を優先させることは、債権者の利害を犠牲にした行動を経営者に選好させることになる。そこで、預金者保護を指向する預金保護保険に加入していることは業績向上という加点から効率性を損なうことに資する。加えて、金融機関の内部者による機会主義的行動を抑制する規制を設けることは、金融機関の行動を制約するものの、業績向上に資するだろう。

推定結果によれば、リスク移転仮説を支持することができなかった。株式所有の集中と業績との関係は有意な相関関係にはないという発見事項を得た。同様に、大株主の偏った経営者への影響を是正し、少数株主の利害を保護する株主保護法制の存在は、金融機関のリスク選好を説明する要因ではないことが明らかになった。株主が支配するまたはモニタリングが有効に機能している金融機関の行動がリスク選好ではないということである。

他方、銀行のリスク選好と経営の安定さが増すのは金融機関に対する自己資本の要求水準が高くなる時である。これは金融機関が収益の獲得可能性が高い状況でも過度なリスクを取らないということを示唆する。加えて、国別の総資産当期純利益率の平均値と金融機関のリスク選好とがマイナスの相関関係にあるという発見事項を得た。なお、この発見事項は規模が大きな金融機関のリスク態度を説明する。

そして最後に、規模が大きな金融機関に対して、株主の権利と金融機関のリスク負担への態度とがマイナスの相関関係にあることが明らかになった。つまり、株主を保護する法制度の効率性が高

くなればなるほど、規模が大きな金融機関がとるリスクが低くなるということである。加えて、当該金融機関の監督官庁の権力が強ければ強いほど、当該金融機関がリスクをとる可能性が少なくなることも明らかになった。

Ⅲ-1. コメント-A

コメントを行ったのはStefano Caselli(Università Bocconi)である。金融機関に関連する「制約条件」が金融機関のリスク選好と業績に与える影響を分析することは、民間企業でありながら、規制や法律等の数多くの制約条件に起因した収益性を高める機会を見逃さざるを得ない要因を加味した研究を奨励する。一見すると、金融機関を保護する制約条件が、実質的には金融機関を阻害する要因になっている可能性があり得る。

金融機関の国際比較を行っていることに鑑み、各国の法制度の属性を考慮した上で、各国の金融機関のリスク選好と業績との関連性を検討することを指摘した。これは法制度をコモン・ローに基づいて体系付けている国で営業を行っている金融機関と市民法に基づいたそれとに分けた分析を推奨する提案である。これはそれぞれの法制度の影響を強く受けていることを支持する研究成果が得られている先行研究の蓄積を踏まえた指摘といえる。

コーポレート・ガバナンス問題の一つとして株式所有構造の違いを考慮した場合に生じるさまざまな影響の抽出も提案した。例えば、金融機関、個人投資家(大株主)、法人投資家、そして起業家(創業者)等の所有主の属性を加味した金融機関の所有構造の特徴に基づいた、当該金融機関のリスク選好と業績との関連性を分析することは、所有者の選好が金融機関の経営に反映される可能性を示唆する指摘と言える。

前述の点を踏まえて、さらに具体的な検討課題として金融機関の意思決定機関の特徴を分析することを奨励する指摘を行った。金融機関がリスクをとる意思決定を行う際、独立した取締役が果たす役割の分析を奨励する指摘を行った。独立した取締役が規範論に基づいて定義づけられた独立性を保持しているとすれば、当該取締役の存在が株主の利害に資する役割を果たすのか否かを明らかにする興味深い課題といえる。

Ⅲ-2. コメント-B

筆者のコメントを提示したい。投資銀行と異なって、商業銀行の役割が安定した金融サービスの提供を通じて地域経済の安定成長に寄与することだろう。もしそうならば、商業銀行に求められる効率性とは、低コスト・オペレーションの実現が重要な規準になるものと思われる。しかしながら、金融機関も民間企業の一つである以上、収益性を追求しなければ株主の利害を損なうことにもなる。公共性の追求と収益性のそれとのバランスが問われる業種の一つである。

例えば、金融機関が果たすべき役割の一つである公共性の追求を損なう要因の一つは為替管理である。金融機関が日々取引する通貨が内包する為替差損益は金融機関の経営に多大な影響を与える

可能性をもっている。金融機関の為替リスクの管理能力と株式所有構造との関連性は、金融機関の基本業務に着目したリスク管理能力の巧拙を株主がどのように評価およびモニタリングするのかを検討する基本的な課題の一つであると思われる。

とりわけ金融機関に限定すれば、金融機関に対するガバナンス問題は株主が主たる担い手ではないと思われる。むしろ、日常生活で金融機関を利用する預金者であると思われる。例えば、金融機関の安定さを預金残高の増減に着目して評価することは、身近な金融機関のガバナンス問題になるだろう。この課題は、預金残高の増減に基づいて金融機関の経営者の行動がどのように変化するかという別の検討課題も提示する。

他方、地域経済に貢献する金融機関に対する株主の投資スタンスを評価することもできる。例えば、株主の行動が動産担保融資に与える影響を分析することは、地域経済の担い手という役割を株主が金融機関に求めるのか否かを評価する課題になる。動産担保融資の実施は地域経済の発展を実現するための「初期投資」の一つを意味する。この投資に対する株主の評価の検討は地域経済支援活動に対する株主の理解度を確認することにもなる。

むすび

本稿はイタリアとスペインの大学に所属する研究者が行ったコーポレート・ガバナンス問題を取り上げた。いずれの研究も、アメリカの企業を分析して得た含意に依拠して、その追試を行っている。そのさい、得られた分析結果は、分析対象がアメリカ企業ではないにもかかわらず、同じである。異なる環境で経営活動を行っている企業を分析したにもかかわらず、なぜ同じ分析結果になるのかという疑問を数年来、筆者は抱いている。

分析対象が異なるにも関わらず、得られた分析結果が同じであるという「結果」が何を意味するのかを考えてみた。それは研究成果が収斂しているということである。研究成果の「均質化」が意味することは、研究成果を通じて導かれている「真理」と現実との乖離が拡がり得るということである。そのように考えた上で、本稿で取り上げた研究が実証分析であることを考えると、実証分析を実施する意味を改めて問い直す必要があると感じる。

人間の意志によって引き起こされた行為を数値化したデータに着目し、そのデータに人間の行為を説明させることが実証分析の目的であると筆者は考えている。もしそうだとすれば、実証分析を実施して得られる含意は少なくとも二つの役割をもち得ると思われる。それは将来の人間の行為を説明するという役割である。他の条件が同じとすれば、将来の人間の行為は、過去・現在のそれと同じになるはずである。

もし将来の人間の行為を適切に説明できる含意を得ることができなかつたならば、その原因を探究することもまた研究活動といえるだろう。方法論に問題がないと仮定すれば、この研究活動の目的は、先行研究の含意が説明できなかった人間の行為を説明する規範理論の構築である。「新しい」人間の行為の行動原理を解き明かす規範理論は、これから行動する人間の行為に影響を与え得るだ

ろう。

実証分析を行う意義を、過去・現在の人間の行為の説明理論の構築を通じて、これから行動する人間の行為に影響を与えることであると考えれば、実証分析の研究成果が収束していることは、これから行動する人間の行為も同様に収束していくのだろうか。いずれの方向に研究成果の活用が進むにせよ、研究することの意味を考えてみる必要性を本稿で取り上げた研究成果の紹介を通じて筆者は感じた。

注)

1)本稿が取り上げた研究報告はいずれも European Financial Management Association の年次総会で報告されたものである。年次総会のスケジュールは次の通りである。開催期間は 2008 年 6 月 25 日～28 日までである。開催場所はギリシャのアテネであった。本セッションの詳細は次の通りである：Session H7(Corporate Governance and Corporate Performance)、開催日時は 2008 年 6 月 26 日の 15:30PM~17:15PM までである。司会は Dimitris Kenourgios(National and Kapodistrian University of Athens)が担当した。

<引用文献>

- Cabeza-García, Laura and Silvia Gomez-Ansón, 2008, Explaining the Performance of Spanish Privatised Firms: A Panel Data Approach, Unpublished Working Paper, University of Leon and University of Oviedo.
- Caselli, Stefano, Gino Gandolfi, and Stefano Gatti, 2008, Corporate Governance and Independent Directors: Behind Private Equity Investment Performance, Unpublished Working Paper, Università Bocconi and University of Parma.
- Magalhaes, Romulo, María Gutiérrez, and Josep A. Tribó, 2008, Bank's Ownership Structure, Risk, and Performance, Unpublished Working Paper, Department of Business Administration, Universidad Carlos III de Madrid.